

İş Grubu Üyeliği ve Firma Performansı: Türkiye'den Kanıtlar¹ (Business Group Affiliation and Firm Performance: Evidence from Turkey)

Özcan IŞIK 

^aSivas Cumhuriyet Üniversitesi, Zara Veysel Dursun Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, Sivas, Türkiye. ozcan@live.com

| MAKALE BİLGİSİ | ÖZET |
|---|---|
| Anahtar Kelimeler: Firma Performansı İş Grubu Üyeliği Türkiye Gönderme Tarihi 19 Kasım 2018 Revizyon Tarihi 25 Şubat 2019 Kabul Tarihi 8 Mart 2019 | Amaç – Bu çalışmanın amacı, iş grubu üyeliğinin firma performansı üzerindeki etkisini dinamik panel veri analizi ile araştırmaktır. Yöntem – 2013-2017 dönemini kapsayan çalışmada Türkiye’de faaliyette bulunan 271 firma verisinden ve Dinamik panel veri analizinden faydalanılmıştır. Bulgular – Çalışmanın ampirik bulguları, grup üyeliği ile hem muhasebe temelli hem de piyasa temelli firma performans ölçüleri arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca bulgularımız grup üyeliği-firma performansı ilişkisinin firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç gibi firma düzeyindeki değişkenlerden önemli ölçüde etkilendiğini ortaya koymaktadır. Tartışma – Her ekonomide önemli roller oynayan iş gruplarının üye firmalar açısından sağladığı avantajlar literatürde tartışılmaya devam etmektedir. Çalışmanın bulgularına göre genel olarak iş grupları üye firmalar için fayda sağlamaktadır. Ancak, grup üyeliğinin firma performansı üzerindeki pozitif etkisi firmalar büyüdükçe azalmaktadır. Ayrıca, kaldıraç oranı düşük olan firmalar, grup üyeliğinden özellikle fayda sağlamaktadır. |
| ARTICLE INFO | ABSTRACT |
| Keywords: Business Group Affiliation Firm Performance Turkey Received 19 November 2018 Revised 25 February 2019 Accepted 8 March 2019 | Purpose – The aim of this study is to examine the influence of business group affiliation on firm performance. Design/methodology/approach – In this study, dynamic panel data regression analysis is used to determine the association between group membership and firm performance. The estimates are based on yearly data of 271 firms for the period 2013-2017. Findings – Empirical findings of the study indicate that group membership increases a firm's accounting (ROA) and stock market performance (Tobin's Q) measures. Our findings also imply that firm specific factors such as firm size and financial leverage effectively moderates the group affiliation-performance relationship for ROA model. Discussion – The advantages of business groups that play important roles in every economy for member firms continue to be discussed in the literature. According to the findings of the study, business groups are generally beneficial for member firms. However, the positive impact of group membership on firm performance decreases as firms grow. In addition, firms with low leverage benefit from group membership. |
| Article Classification: Research Article | |

1. Giriş

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik liberalleşmeyi ve serbest piyasa ekonomisini benimseyen hükümet politikaları ile desteklenmekte, günümüzde dünya ekonomisinde belirgin ve giderek artan bir öneme sahip olmaya devam etmektedir. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisi içindeki artan rolü bu ülkelerin ekonomik faaliyetlerinin sorgulanmasına neden olmuştur (Claessens vd., 2006: 2; Cheong vd., 2010: 141-142; Ma ve Lu, 2017: 677; Wright vd., 2005: 1-2). Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin en dikkat çekici özelliklerinin başında holding merkezli iş grupları ve bu grupların ekonomik faaliyetler üzerinde oynadıkları önemli roller gelmektedir (Gönenç vd., 2007: 64; Khanna ve Palepu, 2000: 867; Singh ve Gaur, 2009: 411). Gelişmekte olan ülkelerde genel olarak hükümetlerin sanayileşmeyi destekleyerek ekonomik

¹Bu çalışma "İş Grubu Üyeliği ve Firma Performansı: Borsa İstanbul'da İş Gruplarına Üye Firmalar ile Bağımsız Firmaların Karşılaştırılmasına Yönelik Ampirik Uygulama" adlı doktora tezinden üretilmiştir.

Önerilen Atıf/ Suggested Citation:

Işık, Ö. (2019). İş Grubu Üyeliği ve Firma Performansı: Türkiye'den Kanıtlar, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11 (1), 347-357.

kalkınmanın gerçekleştirilmesine yönelik uyguladıkları politikalar sonucu ortaya çıkan iş grupları için literatürde çeşitli tanımlamalar yapılmaktadır. En genel anlamda iş grupları ortak amaçlara ulaşmak için işbirliği yapma yeteneğine sahip, yasal olarak birbirinden bağımsız ve çeşitli sosyal ve ekonomik ilişkilerle birbirlerine bağlanan, birçok sektörde faaliyetlerini çeşitlendirmiş firmalar topluluğudur (Chung, 2001: 721; Cuervo-Cazurra, 2006: 421; Granovetter, 1994: 454; Ghemawat ve Khanna, 1998: 35; Leff, 1978: 663).

Gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla karşılaşılan ve özel sektör faaliyetlerine yön veren iş gruplarının grup bünyesinde faaliyet gösteren üye firmalar açısından faydalı olup olmadıkları çeşitli teorilerle (örn: kurumsallık, kaynak sağlama, işlem maliyetleri, piyasa aksaklığı, vekalet ve devlet güdümünde sanayileşme) ve ampirik çalışmalarla tartışılmaya devam etmektedir (Cuervo-Cazurra, 2006: 425; Khanna ve Palepu, 2000: 867-868; Ma vd., 2006: 470-471; Poczter, 2018: 1152-1153; Yu vd., 2009: 1615). İş gruplarının üye firmalar açısından faydaları, iş sermaye piyasası etkinliği, iç emek piyasası etkinliği, ölçek ve kapsam ekonomileri, pazar gücü avantajı, risk paylaşımı, saygınlık, itibar kazanma ve ortak marka kullanımı olarak sıralanabilir (Khanna ve Palepu, 2000: 867-869; Shin ve Chang, 2003: 27; Yafeh, 2003: 267; Park vd., 2008: 58; Carney, 2008: 596-597). Firmalar bir iş grubuna bağlı olarak faaliyette buldukları için çeşitli avantajlar elde etseler de iş gruplarının kötü yönetimi, verimsiz sermaye yatırımları, grup içi etkinsizlik ve hakim hissedarın azınlık hissedarlarını istismar etmesi gibi çeşitli dezavantajlar grup üyeliğini daha maliyetli hale getirebilir (Leff, 1978: 67; Khanna ve Palepu, 2000: 869; Bae vd., 2002: 2695; Ferris vd., 2003: 254; Fluck ve Lynch, 1999: 339; Poczter, 2018: 1152).

Ulusal literatürde iş grubu üyeliğinin firma performansı üzerindeki etkisini araştıran az sayıda çalışmanın (Gönenç vd., 2007; Isik, 2017) olduğu göz önüne alındığında, bu çalışmanın ilk amacı Türkiye’de iş grubu üyeliğinin firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak analiz etmektir. Çalışmanın ikinci amacı ise; grup üyeliği-finansal performans ilişkisinin firma düzeyinde değişkenlerden etkilenip etkilenmediğini tespit etmektir. Bu çalışmanın yapılan önceki çalışmalardan ilk farkı; grup üyeliğinin etkisinin belirlenmesinde değişkenlerin olası içselliğinin dikkate alınmış olmasıdır. Bir diğer fark da çalışmada firma düzeyindeki değişkenlerin grup üyeliği-finansal performans ilişkisi üzerinde olası bir etkileşim etkisinin araştırılmış olmasıdır. Bu çalışmanın ilerleyen bölümlerinde; öncelikle konuya ilişkin literatür özetine yer verilmiş olup ardından çalışmada kullanılan veri seti ve ekonometrik model tanıtılmıştır. Son olarak ulaşılan bulgular doğrultusunda değerlendirilmeler yapılmış ve sonuç kısmı oluşturulmuştur.

2.Literatür incelemesi

Literatür incelemesinde iş grubu üyeliğinin finansal performans üzerindeki etkisine ilişkin birçok çalışmaya rastlanmıştır. Grup üyeliği-performans ilişkisine yönelik yerli ve yabancı literatürdeki çalışmaların özet bilgileri aşağıda Tablo 1’de topluca gösterilmektedir.

Tablo 1. Literatür Özeti

| Yazar(lar) | Ülke/Dönem | Metodoloji | Bulgular |
|-------------------------|---------------------|---|---|
| Gönenç vd. (2007) | Türkiye/2000 | Yatay kesit analizi | Bulgular göstermektedir ki muhasebe temelli performans ölçüleri açısından, iş grubu üyeliği finansal performansı olumlu yönde etkilemektedir. Tobin Q açısından ise; iş gruplarına üye firmalarla bağımsız firmalar arasında önemli bir performans farklılığı tespit edilememiştir. |
| Isik (2017) | Türkiye/2005-2012 | Panel veri analizi | Çalışmada büyük ölçekli iş gruplarına üye firmaların hem bağımsız firmalardan hem de küçük ölçekli iş gruplarına üye firmalardan daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. |
| Khanna ve Palepu (2000) | Hindistan/1993 | t-testi, Wilcoxon işaretli sıra testi ve yatay kesit veri analizi | İş grubu bünyesinde aktif bir iç sermaye piyasası olması durumunda, gruba üye firmalar kaynakların daha etkin kullanılmasına bağlı olarak grup üyeliğinden fayda sağlayabilirler. |
| Ghosh | Hindistan/1996-2006 | Panel veri analizi | Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, hem |

| | | | |
|---------------------------------|--|---|--|
| (2010) | | | muhasabe hem de piyasa performansı açısından grup üyeliği firmalara avantaj sağlamaktadır. |
| Lensink ve van der Molen (2010) | Hindistan/1996-2001 | t-testi, Wilcoxon işaretli sıra testi ve panel veri analizi | Tobin'in Q'su performans ölçütü dikkate alındığında grup üyeliği firma performansını arttırmakta, ancak aktif karlılığı (ROA) performans ölçütü dikkate alındığında ise;grup üyeliği firma performansını azaltmaktadır. |
| Zattoni vd. (2009) | Hindistan/1990-2006 | Panel veri analizi | Çalışmada, iş, sermaye ve ürün piyasalarının aksaması ve kurumların zayıf olması durumunda grup firmaların bağımsız firmalardan daha iyi performans gösterdiğinin, bununla beraber piyasaların daha etkin, kurumların daha güçlü olduğu durumda ise;grup firmaların yüksek performans gösteremediklerinin altı çizilmektedir. |
| Chang ve Choi (1988) | Kore/1975-1984 | Yatay kesit analizi | Araştırmanın bulguları büyük ölçekli iş gruplarına üye firmaların hem küçük ve orta ölçekli iş gruplarına üye firmalara kıyasla hem de bağımsız firmalara kıyasla daha üstün performansa sahip olduğunu göstermektedir. |
| Chang ve Hong (2000) | Kore/1985-1996 | Panel veri analizi | Çalışmada Kore iş gruplarına bağlı firmaların diğer grup firmalarıyla finansal ve maddi olmayan kaynakları paylaşarak grup üyeliğinden fayda sağladığı tespit edilmiştir. |
| Cheong vd. (2010) | Kore/1990-1996 | Panel veri analizi | Gerçekleştirilen panel veri regresyon analizleri ve dinamik optimizasyon modeline dayalı sayısal deneylerin sonucunda, bağımsız firmalara kıyasla, grup firmalarının satış kar kârlılığı açısından daha kârlı olduğu ve hem satışlar hem de aktifler açısından daha hızlı büyüdüğü ve faktör yoğunluğunun da daha fazla olduğu bulgularına ulaşılmıştır. |
| Daud vd. (2009) | Malezya/2001-2005 | Panel veri analizi | Araştırmada odaklanma stratejisini benimseyen firmaların çeşitlendirme stratejisini benimseyen firmalara göre daha iyi performans gösterdikleri vurgulanmaktadır. |
| Gohar ve Karacaer (2009) | Pakistan /2002-2006 | Yatay kesit analizi | Bulgular, grup üyeliğinin firmalar açısından kötü performansa yol açtığını ortaya koymaktadır. |
| Afza vd. (2008) | Pakistan/2001-2003 | t-tesi ve yatay kesit analizi | Çeşitlendirilmemiş bağımsız firmalar daha düşük riskle daha yüksek getiriler elde ederken, çeşitlendirilmiş grup firmaları ise; daha yüksek riskle daha düşük getiriler elde etmektedir. |
| Ahmad vd. (2018) | Pakistan/2008-2015 | Panel veri analizi | Çalışmanın bulguları iş grubu üyeliğinin, performansı genelde olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Ayrıca, iş grubu üyeliğinden sağlanan avantaj, firmaların büyüklüğü ve büyümesine bağlı olarak artarken, kaldıraç oranının artmasına bağlı olarak azalmaktadır. |
| Chakrabarti vd. (2007) | Singapur, Japonya, Kore, Malezya, Tayland ve Endonezya/1988- | Panel veri analizi | Çeşitlendirmenin, az gelişmiş kurumsal çevrelerde performansı olumlu yönde etkilediği (örn: Endonezya), ancak nispeten gelişmiş kurumsal çevrelerde (örn: Japonya ve Kore) ise |

| | | | |
|-------------------------|---|---------------------------------|---|
| | 2003 | | performansı olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. |
| Khanna ve Rivkin (2001) | Arjantin, Şili, Brezilya, Hindistan, Endonezya, İsrail, Meksika, Peru, Filipinler, Güney Afrika, Güney Kore, Tayvan, Tayland ve Türkiye/1990-1997 | Regresyon analizi | Çalışmada grup firmalarının Tayvan, Hindistan ve Endonezya'da daha iyi performans gösterdiği, Arjantin'de ise daha kötü performans gösterdiği ifade edilmektedir. Ancak yazarlar, Türkiye, Tayland, Kore, Meksika ve Brezilya'da da iş grubu üyeliğinin faydaları ve maliyetleri arasında bir denge olduğuna dikkat çekmektedirler. |
| Claessens vd. (2006) | Hong Kong, Endonezya, Güney Kore, Japonya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland /1994-1996 | Yatay kesit analizi | Çalışmanın bulgularına göre, genelde iş grubu üyeliği firma performansını olumsuz yönde etkilemektedir. Daha açık bir ifadeyle, çalışmada gelişmiş ve yavaş büyüyen firmaların genç ve hızlı büyüyen firmalara kıyasla grup üyeliğinden daha fazla kazanç elde ettiği vurgulanmaktadır. |
| Singh ve Gaur (2009) | Hindistan ve Çin/2007 | Yatay kesit analizi | Çalışmada grup firmalarının bağımsız firmalardan daha kötü performans gösterdiği tespit edilmiştir. Ayrıca bulgular mülkiyet yoğunluğunun grup üyeliği-performans ilişkisini önemli derecede etkilediğini göstermektedir. |
| Ma vd. (2006) | Çin/2004 | Yatay kesit analizi | Bulgular göstermektedir ki iş grubu üyeliği firmaların Tobin'in Q'su ile ölçülen performansını azaltmaktadır. Ayrıca, grup üyeliği ile devlet mülkiyetinin etkileşiminin performans üzerinde pozitif yönde bir etki yarattığı da çalışmanın bir diğer anlamlı sonucudur. |
| Yu vd. (2009) | Çin/2005 | Yatay kesit analizi | Bağımsız firmalarla karşılaştırıldığında grup üyesi firmalar daha yüksek performans gösterme eğilimindedir. |
| Ma ve Lu (2017) | Çin/2002-2004 | Genelleştirilmiş tahmin yöntemi | Araştırma sonuçları genel olarak iş grubu üyeliğinin firma performansına zarar verdiğini göstermektedir. Ancak firma yaşı, bölgesel gelişim, firma büyüklüğü ve endüstriyel kısıtlamalar ile grup üyeliğinin etkileşimi performans üzerinde farklı etkilere (negatif, pozitif, negatif ve pozitif) neden olmaktadır. |

3.Yöntem

Bu çalışma 2013-2017 döneminde Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören firmaları kapsamaktadır. Örneklem kapsamındaki firmalara ilişkin veriler FİNNET veri tabanından, Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) ve firmaların web sayfalarında yayınlanan yıllık faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Çalışmada analiz dönemi boyunca üst üste üç yıl işlem sürekliliği kesilen firmalar, özsermayesi negatif olan firmalar ve finansal nitelikteki firmalar firma örnekleme dahil edilmemiştir. Firma örneklemindeki toplam firma sayısı 271'dir. 271 firmadan 133'ü bağımsız firma iken kalan 138'i bir iş grubu üyesidir. BİST'e kote firmaların sektörlere göre dağılımı Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2. BİST'e Kote Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

| Firmaların faaliyet gösterdikleri sektörler | Bağımsız firmalar | Grup üyesi firmalar | Tüm firmalar |
|---|-------------------|---------------------|--------------|
| Tarım ve Hayvancılık | 2 | 1 | 3 |
| Madencilik | 0 | 4 | 4 |
| İmalat | 81 | 98 | 179 |
| Elektrik, Gaz ve Su | 4 | 4 | 8 |
| İnşaat ve Bayındırlık | 4 | 5 | 9 |
| Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar | 17 | 14 | 31 |
| Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama | 6 | 4 | 10 |
| Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler | 6 | 0 | 6 |
| Teknoloji | 11 | 6 | 17 |
| İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri | 2 | 1 | 3 |
| Gayrimenkul Faaliyetleri | 0 | 1 | 1 |
| Toplam | 133 | 138 | 271 |

Claessens vd. (2006) ve Ahmad vd. (2018)'nin çalışmalarının esas alındığı bu çalışmada, grup üyeliğinin finansal performans üzerindeki etkisini analiz etmek için aşağıda eşitlik 1'de gösterilen performans modeli tahmin edilmiştir.

$$P_{it} = \alpha + \nu P_{it-1} + \beta_1 \text{GrupÜyeliği}_i + \beta_2 \text{FDKD}_{it} + \delta_t + \zeta_i + \Psi_i + \varepsilon_{it}(1)$$

1'nolu denklemde P_{it} bağımlı değişken olup net kârın(zararın) toplam aktiflere oranı ile ifade edilen aktif kârlılığını ve piyasa değeri ile borç toplamının toplam aktiflere oranı ile ölçülen Tobin'in Q 'sunu temsil etmektedir. P_{it-1} değişkeni gecikmeli finansal performansı göstermektedir. GrupÜyeliği kukla değişkeni firmaların mülkiyet yapıları dikkate alınarak oluşturulmuştur. Bu bağlamda eğer bir firmanın en büyük hissedarı, bir holding ya da holdinge bağlı bir firma veya banka ise; grup üyeliği kukla değişkeni 1 değerini, aksi halde 0 değerini almaktadır. FDKD_{it} firma düzeyinde kontrol değişkenlerini (toplam aktiflerin doğal logaritması ile ölçülen firma büyüklüğü, toplam borçların toplam aktiflere oranı ile ölçülen finansal kaldıraç ve cari dönem satışların önceki dönem satışlara oranından 1 çıkarılarak ölçülen büyüme) göstermektedir. Yukarıdaki denklemde δ_t yıl kukla değişkenlerini, ζ_i sektör kukla değişkenlerini, Ψ_i firmalara ilişkin gözlenemeyen etkileri ve ε_{it} hata terimini ifade etmektedir.

Yukarıdaki dinamik modelinin katsayılarının havuzlanmış EKK, tesadüfi etkiler ya da sabit etkiler gibi statik panel veri tahmincileri ile tahmin edilmesi durumunda P_{it-1} ile Ψ_i 'nin ilişkili olmasından dolayı sapmalı ve tutarsız sonuçlar ortaya çıkmaktadır (Cameron ve Trivedi, 2005; Baltagi, 2005). Bu çalışmada söz konusu içsellik probleminin üstesinden gelebilmek için performans modelinin tahmin edilmesinde Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen sistem GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahmincisi kullanılmıştır. Sistem GMM yöntemi biri düzeyde ve diğeri de ilk farklarda olmak üzere iki eşanlı denklemin birleştirilmesine dayanmaktadır.

Bu yöntemde bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri fark denkleminde, gecikmeli ilk farklılıkları ise düzey denkleminde araç değişken olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada kullanılan sistem GMM tahmincisinin güvenilirliği önemli ölçüde araç değişkenlerin geçerliliğine bağlıdır. Çalışma kapsamında seçilen araçların geçerli olup olmadıkları Hansen J-testi ile araştırılmıştır. Ayrıca, dinamik panel bağlamında yapılan tahminlerin tutarlılığı hata terimlerinin korelasyonuna bağlı olduğundan Arellano ve Bond (1991) testleri (AR1 ve AR2) ile korelasyonun varlığı araştırılmıştır. Son olarak, örneklem çapı küçük olduğunda, iki aşamalı tahmine ilişkin standart hatalar aşağı yönlü olma eğiliminde olduğundan performans modelinin tahmin edilmesinde Windmeijer (2005) sonlu örnek düzeltmesi kullanılmıştır (Roodman, 2009).

4.Bulgular

Analiz kapsamında kullanılan değişkenlerin özet istatistikleri, değişkenler arasındaki korelasyonlar ve dinamik panel regresyon analizine ilişkin ampirik bulgular bu başlık altında değerlendirilmektedir.

4.1. Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Analizde kullanılan aktif kârlılığı, Tobin'in Q'su, grup üyeliği, firma büyüklüğü, finansal kaldıraç ve büyüme değişkenlerine ilişkin özet istatistikler Tablo 3'de sunulmaktadır. Firmaların aktif kârlılığı ortalaması 0.0382'dir. Bu değişken minimum ve maksimum değerleri sırasıyla -1.375 ve 6.8046 değerini almaktadır. Diğer bir performans ölçüsü olan Tobin'in Q'su değişkeni ise; 0.1011-12.3153 arasında değerler alıp 1.4204 ortalamaya sahiptir. Ayrıca, örneklem döneminde BİST'e kote firmaların yaklaşık %57'si bir iş grubuna bağlı olarak faaliyette bulunmaktadır.

Tablo 3. Tüm Firmalar İçin Tanımlayıcı İstatistikler

| Tüm Firmalar | | | | | | |
|---------------------|---------------|-----------------|----------------|-----------|----------------|-----------------|
| Değişkenler | Gözlem | Ortalama | Ortanca | SS | Minimum | Maksimum |
| Aktif kârlılığı | 1333 | 0.0382 | 0.0326 | 0.2258 | -1.375 | 6.8046 |
| Tobin'in Q'su | 1331 | 1.4204 | 1.1526 | 0.9913 | 0.1011 | 12.3153 |
| Grup üyeliği | 1333 | 0.5691 | 1 | 0.4953 | 0 | 1 |
| Ln(aktifler) | 1333 | 19.473 | 19.4499 | 1.8373 | 14.4636 | 24.9522 |
| Kaldıraç | 1333 | 0.5373 | 0.5173 | 0.3907 | 0 | 5.2625 |
| Büyüme | 1318 | 0.8324 | 0.1200 | 5.2792 | -1 | 125.604 |

Tablo 4'te bağımsız firmalar ile grup üyesi firmalar için özet istatistikler ile ortalama (t-testi) ve ortanca (Wilcoxon işaretli sıra testi) testleri sonuçları sunulmaktadır. Tablo 4'te görüldüğü üzere, ortanca testine göre grup firmalarının aktif kârlılığı bağımsız firmalarınkinden anlamlı bir şekilde daha yüksektir. Tobin'in Q'su performans ölçütünü dikkate alan t-testi sonucuna göre, bağımsız firmalar ile gruba bağlı firmalar arasında anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, Tobin'in Q'su performans göstergesi baz alındığında bağımsız firmalar, grup üyesi firmalara kıyasla istatistiksel olarak daha iyi performans göstermektedir.

Testler firma büyüklüğü açısından değerlendirildiğinde Ln(aktifler) değişkeninin ortalama ve ortanca değerleri arasında %1 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Bağımsız firmalar ile grup üyesi firmaların aktifleri karşılaştırıldığında, grup üyesi firmaların Ln(aktifler) değeri hem ortalama hem de ortanca değerlerine göre %1 önem seviyesinde anlamlı ve daha yüksektir. Sonuçlar finansal kaldıraç açısından incelendiğinde, bağımsız firmaların borç oranı anlamlı bir şekilde grup firmalarının borç oranından daha fazladır. Son olarak, satışların büyümesi değişkenine ait test sonuçları göz önüne alındığında, sadece t-testi istatistiği bağımsız firmaların büyüme oranının daha yüksek olduğuna işaret etmektedir. Bununla beraber ortanca testi doğrultusunda her iki grup arasında büyüme değişkeni açısından anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 4. Bağımsız Firmalar ve Grup Üyesi Firmalar İçin Tanımlayıcı İstatistikler

| Bağımsız Firmalar | | | | | | |
|----------------------------|---------------|-----------------|----------------|-----------|----------------|-----------------|
| Değişken | Gözlem | Ortalama | Ortanca | SS | Minimum | Maksimum |
| Aktif kârlılığı | 572 | 0.0359 | 0.0246 | 0.3256 | -1.3751 | 6.8046 |
| Tobin'in Q'su | 570 | 1.5079*** | 1.1375 | 1.2364 | 0.1011 | 12.3153 |
| Ln(aktifler) | 572 | 18.8712 | 18.7338 | 1.7009 | 14.4636 | 24.9522 |
| Kaldıraç | 572 | 0.5927*** | 0.5291** | 0.5143 | 0 | 5.2625 |
| Büyüme | 563 | 0.9680* | 0.1073 | 5.7061 | -1 | 93.1973 |
| Grup Üyesi Firmalar | | | | | | |
| Değişken | Gözlem | Ortalama | Ortanca | SS | Minimum | Maksimum |
| Aktif kârlılığı | 761 | 0.0385 | 0.0365** | 0.098758 | -0.3763 | 0.9954 |
| Tobin'in Q'su | 761 | 1.3548 | 1.1704 | 0.7518 | 0.2186 | 7.3097 |
| Ln(aktifler) | 761 | 19.9256*** | 19.8648*** | 1.8069 | 15.0952 | 24.3651 |
| Kaldıraç | 761 | 0.4957 | 0.5058 | 0.2545 | 0.0066 | 1.3214 |
| Büyüme | 755 | 0.7313 | 0.1278 | 4.9385 | -1 | 125.604 |

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve %10 düzeyde iki alt örneklem arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıkları göstermektedir.

4.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon

Panel veri analizi kapsamında bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun bulunup bulunmadığını belirlemek için korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir. Modeldeki değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarına ilişkin bulgular Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5. Korelasyon Katsayıları

| | Aktif kârlılığı | Tobin'in Q'su | Grup üyeliği | Ln(aktifler) | Kaldıraç | Büyüme |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|--------|
| Aktif kârlılığı | 1.0000 | | | | | |
| Tobin'in Q'su | 0.1614*** (0.0000) | 1.0000 | | | | |
| Grup-üyeliği | 0.0180 (0.5087) | -0.0531* (0.0513) | 1.0000 | | | |
| Ln(aktifler) | 0.0098 (0.7181) | -0.0467* (0.0868) | 0.0191 (0.4858) | 1.0000 | | |
| Kaldıraç | -0.0049 (0.8573) | 0.1729*** (0.0000) | -0.0248 (0.3637) | 0.1053*** (0.0001) | 1.0000 | |
| Büyüme | 0.1526*** (0.0000) | 0.0344 (0.2095) | 0.0008 (0.9767) | -0.0754*** (0.0059) | 0.1049*** (0.0001) | 1.0000 |

Not: Korelasyon matrisindeki katsayılar için önem düzeyi sırasıyla ***0.01 ve **0.1.

Tablo 5'te rapor edildiği gibi performans göstergeleri arasında pozitif ve anlamlı bir korelasyon vardır. Korelasyon katsayılarına ilişkin bulgular grup üyeliği değişkeni açısından incelendiğinde, Grup üyeliği ile Tobin'in Q'su arasındaki korelasyon katsayısı negatif ve istatistiksel olarak % 10 seviyesinde anlamlıdır. Bununla beraber, grup üyeliği ile diğer bir performans göstergesi olan aktif kârlılığı değişkeni arasındaki korelasyon katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Sonuçta korelasyon analizi bulgularına dayalı olarak değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununa neden olabilecek düzeyde ilişkiye rastlanılmamıştır.

4.3. Tahmin Sonuçları

Grup üyeliği-finansal performans ilişkisinin araştırılmasına yönelik dinamik panel veri analizi tahmin sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur. Tablo 6'nın alt kısmında görüldüğü üzere, Hansen testinde modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu ifade eden boş hipotez kabul edilmiştir. Ayrıca, AR2 testine göre de fark denkleminin hata terimleri arasında ikinci dereceden korelasyonun yokluğunu ifade eden boş hipotezin reddedilememesi modelde ikinci dereceden korelasyon olmadığına işaret etmektedir.

Tablo 6'da Model 1 ve 2'de grup üyeliği ile finansal performans arasındaki direkt ilişki test edilmektedir. Grup üyeliği değişkenine ilişkin katsayı incelendiğinde, her iki modelde de grup üyeliği ile performans değişkenleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar tespit edilmiştir. Ghosh (2010)'un çalışmasının bulguları ile örtüşen bu sonuç hem muhasebe bazlı hem de piyasa bazlı performans göstergeleri açısından bağımsız firmalarla karşılaştırıldığında grup üyesi firmaların daha iyi performans gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Tablo 6'da Model 1 ve 2'de rapor edildiği üzere, gecikmeli bağımlı değişkeninin tahmin edilen katsayısı pozitif ve anlamlıdır. Modelin dinamik yapısını ortaya koyan bu sonuç göstermektedir ki geçmiş performans cari performansın anlamlı bir belirleyicisidir. Bulgular diğer kontrol değişkenleri açısından incelendiğinde, sadece Model 1'de firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu iki değişkene ilişkin tahmin sonuçları büyük ölçekli firmaların aktif kârlılığı açısından performansının daha yüksek, ancak kaldıraç oranı daha yüksek olan firmaların aktif kârlılığının daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ekonomilerde bir iş grubu bünyesinde faaliyette bulunmanın faydaları ve maliyetlerini daha iyi anlayabilmek için grup üyeliğinin performans üzerindeki direkt etkisini incelemek yerine bu iki değişken arasındaki ilişkinin bir üçüncü değişkenden etkilenip etkilenmediğini araştırmak daha faydalı olabilir (Ahmad vd., 2018; Lensink ve van der Molen, 2010; Ma vd., 2006; Ma ve Lu, 2017; Singh ve Gaur, 2009). Bu amaçla Tablo 7'de Model 3 ve 6'da [grup_üyeliği*ln(aktif)] etkileşim terimi ile firma büyüklüğünün grup üyeliği-finansal performans ilişkisi üzerinde olası bir etkileşim etkisi araştırılmıştır. Benzer şekilde Model 4 ve 7'de [grup_üyeliği*kaldıraç] etkileşim terimi ile grup üyeliği finansal performans

arasındaki ilişkinin kaldıraç oranından etkilenip etkilenmediği incelenmiştir. Son olarak Model 5 ve 8’de ise [grup_üyeliği*büyüme] etkileşim terimi ile grup üyeliği-finansal performans ilişkisinin büyüme değişkenine bağlı olup olmadığı sorgulanmıştır.

Tablo 6. Direkt Etkilere İlişkin Tahmin Sonuçları

| | Aktif kârlılığı | Tobin’in Q’su |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Model 1 | Model 2 |
| Grup_üyeliği | 0.1810** (0.0877) | 0.4183* (0.2185) |
| Ln(aktif) | 0.0549** (0.0232) | -0.0773 (0.0577) |
| Kaldıraç | -0.0544** (0.0263) | 0.5087 (0.3278) |
| Büyüme | 0.0060 (0.0040) | -0.0080 (0.0279) |
| Performans _{it-1} | 0.0573** (0.0226) | 0.6879*** (0.1250) |
| Sabit | -0.0251 (0.0511) | 0.0371 (0.0478) |
| Zaman etkileri | Evet | Evet |
| Firma etkileri | Evet | Evet |
| F-testi | 12.63*** | 5.18*** |
| Hansen testi | 25.71 | 22.13 |
| AR1 testi | -2.30** | -2.72** |
| AR2 testi | -0.27 | 0.64 |
| Araç değişken sayısı | 50 | 50 |
| Gözlem sayısı | 1057 | 1053 |
| Firma sayısı | 271 | 271 |

Not: Otokorelasyon ve heteroskedastisiteye karşı dirençli standart hatalar parantez içindedir. Performans modellerinde sektör ve yıl kukla değişkenleri dışında tüm değişkenler içsel olarak kabul edilmiştir. Değişkenlerin tanımlarına ilişkin açıklamalar Tablo 1’de verilmiştir.*** p<0.01, ** p<0.05 ve *<0.1.

Tablo 7’de görüldüğü üzere [grup_üyeliği*Ln(aktif)] etkileşim terimine ait tahmin edilen katsayı Model 3’de negatif ve anlamlıdır. Bu bulgu büyük ölçekli firmalarla karşılaştırıldığında küçük ölçekli firmaların aktif kârlılığı açısından daha fazla avantaja sahip olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, grup üyeliğinin firma performansı üzerindeki pozitif etkisi firma büyüdükçe azalmaktadır. Model 6’da grup_üyeliği ile Ln(aktif) arasındaki etkileşim herhangi bir önem düzeyinde anlamlı değildir. Bu bulgu ise; piyasa temelli performans göstergesi açısından ne büyük ne de küçük ölçekli firmaların grup üyeliğinden avantaj sağladığını göstermektedir. Ma ve Lu (2017) ile Ahmad vd. (2018)’nin çalışmalarında ulaşılan bulgular grup üyesi olan büyük firmaların piyasa değerinin daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Tablo 7’de Model 4 ve 7’de [grup_üyeliği*kaldıraç] etkileşim terimine ait tahmin edilen katsayı negatiftir. Sadece ROA modeli için %5 önem seviyesinde anlamlı olan bu bulgu göstermektedir ki kaldıraç oranı düşük olan firmalar, grup üyeliğinden özellikle fayda sağlamaktadır. Ahmad vd. (2018) çalışmalarında benzer bulgulara ulaşmışlardır. Tablo 7’de Model 5 ve 8’de [grup_üyeliği*büyüme] etkileşim terimine ait tahmin edilen katsayı istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu bulgu ise ne yavaş büyüyen ne de hızlı büyüyen firmalarının özellikle grup üyeliğinden fayda sağladıklarına işaret etmektedir. Claessens vd. (2006) dokuz doğu Asya ülkesi için yaptıkları çalışmada yavaş büyüyen firmaların grup üyeliğinden faydalandığını, bununla beraber Ahmad vd. (2018) ise Pakistan için yaptıkları çalışmada hızlı büyüyen firmaların grup üyeliğinden daha fazla kazanç elde ettiklerini raporlamışlardır.

Tablo 7. Etkileşim Etkilerine İlişkin Tahmin Sonuçları

| | Aktif kârlılığı | Aktif kârlılığı | Aktif kârlılığı | Tobin'in Q'su | Tobin'in Q'su | Tobin'in Q'su |
|----------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Model 3 | Model 4 | Model 5 | Model 6 | Model 7 | Model 8 |
| Grup_üyeliği*Ln(aktif) | -0.0410* (0.0223) | | | -0.0053 (0.0271) | | |
| Grup_üyeliği*Kaldıraç | | -0.0488** (0.0227) | | | 0.2450 (0.1576) | |
| Grup_üyeliği*Büyüme | | | 0.0031 (0.0092) | | | -0.0411 (0.0428) |
| Ln(aktif) | | 0.0111 (0.0122) | 0.0160* (0.0093) | | -0.0769 (0.0674) | -0.0486 (0.0678) |
| Kaldıraç | -0.0389* (0.0224) | | -0.0486* (0.0253) | 0.3845** (0.1914) | | 0.1966 (0.2053) |
| Büyüme | 0.0030 (0.0054) | 0.0035 (0.0080) | | -0.0206 (0.0374) | -0.0105 (0.0254) | |
| Performans _{it-1} | 0.0556** (0.0205) | 0.0681** (0.0287) | 0.0607** (0.0231) | 0.6672*** (0.1276) | 0.6224*** (0.1114) | 0.6303*** (0.1024) |
| Sabit | -0.0244 (0.0481) | -0.0207 (0.0634) | -0.0232 (0.0568) | 0.0318 (0.0511) | 0.0423 (0.0621) | 0.0456 (0.0611) |
| Zaman etkileri | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Firma etkileri | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet |
| F-testi | 11.86*** | 12.15*** | 13.98*** | 7.69*** | 6.95*** | 7.01*** |
| Hansen testi | 26.11 | 26.53 | 27.36 | 24.26 | 26.44 | 26.13 |
| AR1 testi | -1.77* | -2.06** | -2.30** | -2.72** | -2.66** | -2.68** |
| AR2 testi | 0.19 | 0.12 | 0.27 | 0.68 | 0.73 | 0.86 |
| Araç değişken sayısı | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| Gözlem sayısı | 1057 | 1057 | 1057 | 1053 | 1053 | 1053 |
| Firma sayısı | 271 | 271 | 271 | 271 | 271 | 271 |

Not: Otokorelasyon ve heteroskedastisiteye karşı dirençli standart hatalar parantez içindedir. Performans modellerinde sektör ve yıl kukla değişkenleri dışında tüm değişkenler içsel olarak kabul edilmiştir. Değişkenlerin tanımlarına ilişkin açıklamalar Tablo 1'de verilmiştir. *** p<0.01, ** p<0.05 ve *<0.1.

5.Sonuç ve Tartışma

Ekonomi, finans ve yönetim literatüründeki araştırmalar, uzun yıllardır iş gruplarına üye firmalar ile bağımsız firmaların performansını karşılaştırarak grup üyeliğinin firma performansını etkileyip etkilemediği sorusuna cevap aramaktadır. Bu çalışmada da, 2013-2017 yılları arasında 271 Türk firmasından oluşan bir örneklem kullanılarak iş grubu üyeliği ile firma performansı arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilmektedir. Firma düzeyindeki değişkenlerin olası içselliklerinden dolayı bu ilişkinin test edilmesinde dinamik panel veri analizi kullanılmıştır. Sistem GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahminlerinden elde edilen bulgulara göre grup üyeliği hem muhasebe temelli hem de piyasa temelli firma performans göstergelerini olumlu yönde etkilemektedir. Daha açık bir ifadeyle, örneklem döneminde grup üyesi firmalar, bağımsız firmalarla karşılaştırıldığında daha yüksek performans göstermektedir. Çalışmada ayrıca firma düzeyindeki değişkenlerin (firma ölçeği, finansal kaldıraç ve satışların büyümesi) grup üyeliği-firma performansı ilişkisi üzerinde olası bir etkileşim etkisi de araştırılmıştır. Analiz sonuçları göstermektedir ki; (i) grup üyeliğinin firma performansı üzerindeki pozitif etkisi firma büyüdükçe azalmaktadır. (ii) finansal kaldıraç düşük olan firmalar grup üyeliğinden özellikle fayda sağlamaktadır. (iii) ne yavaş büyüyen ne de hızlı büyüyen firmaların özellikle grup üyeliğinden fayda sağladığına işaret etmektedir.

Diğer gelişmekte olan ekonomilerde olduğu gibi Türkiye'de de iş gruplarına üye firmalar özel sektör faaliyetlerinde baskın konumdadır. Bu çalışma; ticaret, sanayi ve bankacılık gibi ilişkili veya ilişkisiz sektörlerde faaliyette bulunan birçok firmayı kontrol etme eğiliminde olan holding merkezli iş gruplarının Türkiye ekonomisindeki yerinin daha iyi anlaşılması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın bazı kısıtları bulunmaktadır. İlk olarak, çalışmanın bulguları sadece pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem

gören reel sektör firmaları açısından değerlendirilmelidir. Bu çalışmada 2013-2017 yılları arasında üst üste üç yıl işlem sürekliliği kesilmeyen, özsermayesi negatif olmayan ve finansal nitelikte olmayan firmalardan oluşan bir veri setinin kullanılması çalışmanın bir diğer kısıtıdır. Bununla beraber, Borsa İstanbul'a kote olan firmalar ağırlıklı imalat sektöründe faaliyette bulunduğu için gelecek çalışmalarda imalat sanayinde bulunan alt sektörler de analiz kapsamına alınarak çalışma genişletilebilir.

Kaynakça

- Afza, T., Slahudin, C., & Nazir, M. S. (2008). "Diversification and corporate performance: An evaluation of Pakistani firms". *South Asian Journal of Management*, 15(3), 7-18.
- Ahmad, I., Oláh, J., Popp, J., & Máté, D. (2018). "Does Business Group Affiliation Matter for Superior Performance? Evidence from Pakistan". *Sustainability*, 10(9), 3060.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations". *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Bae, K.H., J.K. Kang & J.M. Kim. (2002). "Tunneling or Value Added? Evidence From Mergers By Korean Business Groups". *The Journal of Finance*, 62(6), 2695-2740.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3.Ed., John Wiley & Sons.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models". *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Cameron, C. A. & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: Methods and Application*, Cambridge University Press.
- Carney, M. (2008). "The Many Futures of Asian Business Groups". *Asia Pacific Journal of Management*, 25, 595-613.
- Chakrabarti, A., K. Singh & I. Mahmood. (2007). "Diversification and Performance: Evidence From East Asian Firms". *Strategic Management Journal*, 28(2), 101-120.
- Chang S.J. & U. Choi. (1988), "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach". *The Journal of Industrial Economics*, 37(2), 141-158.
- Chang, S.J. & J. Hong. (2000). "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions". *The Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Cheong, K.S., K. Choo & K. Lee. (2010). "Understanding The Behavior of Business Groups: A Dynamic Model and Empirical Analysis". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76(2), 141-152.
- Chung, C.N. (2001). "Markets, Culture And Institutions: The Emergence of Large Business Groups In Taiwan, 1950s-1970s". *Journal of Management Studies*, 38(5), 719-745.
- Claessens, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2006). "The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia". *Emerging Markets Review*, 7(1), 1-26.
- Cuervo-Cazurra, A. (2006). "Business Groups And Their Types". *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4), 419-437.
- Daud, W.M.N.W., N.B. Salamudin & I.B. Ahmad. (2009). "Corporate Diversification and Performance". *International Business Education Journal*, 2(1), 1-18.
- Ferris, S.P., K.A. Kim & P. Kitsabunnarat. (2003). "The Costs (and Benefits?) of Diversified Business Groups: The Case of Korean Chaebols". *Journal of Banking & Finance*, 27(2), 251-273.
- Fluck, Z. & A.W. Lynch. (1999). "Why Firms Merge and then Divest: A Theory of Financial Synergy". *Journal of Business*, 72(3), 319-346.
- Ghemawat, P. & T. Khanna. (1998), "The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case". *The Journal of Industrial Economics*, 46(1), 35-61.
- Ghosh, S. (2010). "Affiliation and Firm Performance: Evidence From Indian Business Groups". *The Manchester School*, 78(3), 183-200.
- Gohar, R. & S. Karacaer, (2009). "Pakistani Business Groups: A comparison of group affiliated and unaffiliated firm performance". *NUST Journal of Business and Economics*, 2(2), 41-53.

- Gönenç, H., Ö. B. Kan & E. C. Karadağlı. (2007). "Business Groups and Internal Capital Markets". *Emerging Markets Finance and Trade*, 43(2), 63–81.
- Granovetter, M. (1994). Business Groups, pp. 453-475. In: *The Handbook of Economic Sociology* (Eds. Smelser, N.J., R. Swedberg.). Princeton: Princeton University Press, N.J; and New York: Russell Sage Foundation.
- Isik, O. (2017). "Does Family Business Group Affiliation In Real Sector Firms Really Affect Their Performance?". *Advances in Social Sciences Research Journal*, 4(15), 22-36.
- Khanna, T. & K. Palepu. (2000). "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups". *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Khanna, T. & J.W. Rivkin. (2001). "Estimating The Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets". *Strategic Management Journal*, 22(1), 45–74.
- Leff, N.H. (1978). "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups". *Economic Development and Cultural Change*, 26(4), 661-675.
- Lensink, R. & R. V. D. Molen. (2010). "Does Group Affiliation Increase Firm Value for Diversified Groups? New Evidence from Indian Companies". *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 332-344.
- Ma, X., Yao, X., & Xi, Y. (2006). "Business group affiliation and firm performance in a transition economy: A focus on ownership voids". *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4), 467-483.
- Ma, X., & Lu, J. W. (2017). "Business group affiliation as institutional linkages in China's emerging economy: A focus on organizational traits and institutional conditions". *Asia Pacific Journal of Management*, 34(3), 675-697.
- Park, H.Y., G.C. Shin, S.H. Suh. (2008). "Advantages and Shortcomings of Korean Chaebols", *International Business & Economics Research Journal*, 7(1), 57-65.
- Poczter, S. (2018). "Business Groups in Emerging Markets: A Survey and Analysis". *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(5), 1150-1182.
- Roodman, D. (2009). "How to do Xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata". *The Stata Journal*, 9, 86-136.
- Shin, J.S. & H.J. Chang. (2003). *Restructuring Korea Inc.* New York: Routledge Curzon.
- Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2009). "Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India". *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 411-425.
- Windmeijer, F. (2005). "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators". *Journal of Econometrics*, 126(1), 25-51.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., & Peng, M. (2005). "Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom". *Journal of Management Studies*, 42(1), 1-33.
- Yafeh, Y. (2003). "An International Perspective of Corporate Groups and Their Prospects", pp.259-284. In: *Structural Impediments to Growth in Japan* (Eds. Blomström, M., J. Corbett, F. Hayashi & A. Kashyap). Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Yu, H., Van Ees, H., & Lensink, R. (2009). "Does group affiliation improve firm performance? The case of Chinese state-owned firms". *The Journal of Development Studies*, 45(10), 1615-1632.
- Zattoni, Z., T. Pedersen & V. Kumar. (2009). "The Performance of Group-affiliated Firms during Institutional Transition: A Longitudinal Study of Indian Firms". *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 510–523.